

Newsletter IBOR-Reform 08/2023

Zusammenstellung der Helaba IBOR Task Force

Stand 04.08.2023



Vorwort der Helaba IBOR Task Force



Sehr geehrte Damen und Herren,

herzlich Willkommen zur letzten Ausgabe unseres IBOR-Reform Newsletters. Über die letzten Jahre ist die Ära der uns seit Mitte der 80er Jahre begleitenden LIBOR-Sätze stetig zugunsten eines stabileren Finanzsystems zu Ende gegangen.

Seit 01.01.2022 ist Neugeschäft nur noch auf Basis neuer risikoloser Nachfolgereferenzzinssätze möglich. Marktteilnehmer haben sich mittlerweile an die Besonderheit der speziellen rückwärtsgerichteten Ausrichtung der Risk Free Rates und die wenigen vorwärtsgerichteten Alternativen gewöhnt. Der lange Abschied vom USD-LIBOR – verlängert bis zum 30.06.2023 für Bestandsgeschäft – fand nun offiziell sein Ende. In Ausnahmefällen steht zur Abwicklung verbliebener Restanten ein synthetischer, auf SOFR basierender USD-LIBOR bis zum 30.09.2024 zur Verfügung.

Da der Fortbestand des EURIBORs frühzeitig durch Reformierung seiner Methodik gesichert wurde, lag der Fokus bei EUR-Transaktionen auf der Umstellung des EONIA zum risikolosen €STR. €STR bietet alternative und robuste Fallback Lösungen für den EURIBOR an, v.a. mit seinen sich entwickelnden Term Rates.

Wenngleich die IBOR-Reform noch nicht zu Ende ist, können sich breite Teile der Finanzmärkte nach einer Dekade der Vorbereitungen und finalen Umstellungen mit einem „es ist erfolgreich geschafft“ zurücklehnen. Noch laufende Reformen bzw. Umstellungen auf Nachfolgereferenzzinssätze (wie z.B. beim CIDOR oder WIBOR) betreffen kleinere Marktvolumina. Um diese neu geschaffene, verbesserte Stabilität des Finanzsystems zu erhalten, ist es wichtig, dass Marktteilnehmer von der Erfahrungen der LIBOR-Umstellung lernen und die robustesten Referenzzinssätze und Fallback Mechanismen in ihren Transaktionen verwenden.

Nach mehr als 2,5 Jahren Berichterstattung zur IBOR Transition möchten wir uns von Ihnen verabschieden und uns ganz herzlich bei Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit bedanken. Unsere Zusammenstellungen von Marktinformationen und -beobachtungen konnten Sie hoffentlich auf der Transformation zu den neuen Referenzzinssätzen unterstützen. Wir werden die kommenden Marktentwicklungen weiterverfolgen und stehen Ihnen auch in Zukunft gerne als Sparrings Partner zur Verfügung.

Bitte zögern Sie nicht, sich bei Fragen an unsere Kundenbetreuung zu wenden!

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 28.04.2023 (1/5)

- Im Endspurt der USD-LIBOR-Bestandsgeschäftsumstellungen plädierten Aufsichtsbehörden und Working Groups für eine termingerechte Umstellung bis zum 30.06.2023 und wiesen auf eine mögliche Verwendung eines synthetischen 1-/3-6-Monats-USD-LIBORs für sog. Tough Legacy Geschäfte nach englischem Recht bis zum 30.09.2024 hin.

<https://www.fsb.org/2023/04/fsb-statement-to-encourage-final-preparations-for-the-usd-libor-transition/>

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2023/meldung_2023_05_03_Referenzzinssatz_LIBOR.html

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2023/ARRC-Readout-June-2023-Meeting.pdf>

- Der Vorstand der IOSCO (International Organization of Securities Commission) hat am 03.07.2023 in seiner Auswertung zu alternativen Referenzzinssätzen als Ersatz für den USD-LIBOR zwei Hauptaussagen getroffen. Zuvor waren vier Referenzzinssätze - zwei kreditsensitive Referenzzinssätze (Credit Sensitive Rates) und zwei Term SOFR Sätze – nach IOSCO Prinzipien (u.a. Benchmark Design, ausreichende Daten, Transparenz) analysiert und mit dem Overnight SOFR verglichen worden.

1. Bei den Credit Sensitive Rates wurden die gleichen Schwächen wie beim LIBOR festgestellt. Ohne Modifikation könnte ihre Verwendung die Marktintegrität und Finanzstabilität bedrohen. Mit Blick auf Liquiditätsrisiken, geringe Volumina und Marktdaten sind sie nicht ausreichend tief, robust und verlässlich.
2. Während die Analyse für die Term SOFR Referenzzinssätze etwas besser ausfiel, wurden diese Sätze, da sie auf Derivatetransaktionen basieren, aber als nicht so robust wie (Overnight) SOFR eingestuft. Die Term SOFR Rates sind auf das Fortbestehen eines tiefen und liquiden Derivatemarktes auf der Grundlage des SOFR für Übernachtgeschäfte angewiesen. Sie sollten daher nur begrenzt zum Einsatz kommen, wie bereits auch das Financial Stability Board (FSB), Working Groups und Regulatoren festgestellt hatten. Die Verwendung von Term SOFR Sätzen auf den Derivatemärkten sollte begrenzt bleiben, damit diese Sätze für limitierte, angemessene Anwendungsfälle nachhaltig verfügbar bleiben können. Wenn die Bezugnahme auf Term SOFR Sätze auf Kosten des Handels mit den zugrundeliegenden SOFR-Derivatemärkten (d.h. Futures oder Swaps) zu weit verbreitet wäre, würde dies die Term SOFR Sätze selbst untergraben.

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD738.pdf>

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 28.04.2023 (2/5)

- Am 28.07.2023 adressierte das FSB in einem Rückblick zur LIBOR Transition zwei Schlüsselbotschaften an die Marktteilnehmer:
 - Um zu vermeiden, dass die Umstellung der LIBOR-Referenzzinssätze, die ein Jahrzehnt gedauert hat, wiederholt werden muss, ermutigt das FSB alle Marktteilnehmer, die robustesten Referenzzinssätze zu nutzen, die in tiefen, glaubwürdigen und liquiden Märkten verankert sind. Durch die Verwendung von Credit Sensitive Rates (übermäßiger Einsatz von Expertenurteilen und begrenzte Abhängigkeit von verankerten Transaktionen) besteht die Gefahr, dass die marktweiten Fortschritte, die durch den Übergang zu risikofreien oder nahezu risikofreien Zinssätzen erzielt wurden, untergraben werden. In manchen Fällen kann es eine Rolle für Term Rates geben, die von Risk Free Rates (RFRs) abgeleitet werden. Daher hat das FSB die Umstände dargelegt, in denen ein limitierter Einsatz von auf RFR-basierenden Term Rates mit der Finanzstabilität vereinbar wären. Außerhalb dieser begrenzten Umstände sollten sich Marktteilnehmer nicht zu sehr auf Term Rates verlassen, da dies das Risiko birgt, die Robustheit dieser Referenzzinssätze aufgrund potentieller Illiquidität in den zugrundeliegenden Märkten, die die Term Rates ermöglichen und tragen, zu untergraben. Deshalb betont das FSB erneut, dass im Interesse der Aufrechterhaltung robuster Referenzzinssätze und Finanzstabilität in der Zukunft der Einsatz von Term Rates mit den Best Practice-Empfehlungen des offiziellen Sektors und der nationalen Arbeitsgruppen übereinstimmen muss.
 - Die Umstellung der LIBOR-Referenzzinssätze hat die Bedeutung von robusten, praktikablen Fallback-Regelungen hervorgehoben. Zuvor enthielten viele Verträge über Anlagekategorien hinweg keine adäquaten Regelungen für die permanente Einstellung der Panel-basierten LIBOR-Sätze oder für den Verlust der Repräsentativität dieser Sätze. Während in einigen dem FSB unterliegenden Jurisdiktionen Gesetze und Vorschriften gelten, die die Marktteilnehmer dazu verpflichten, robuste und geeignete Ausweichregelungen in ihre Verträge einzuarbeiten, ermutigt das FSB alle Marktteilnehmer von der Erfahrung der LIBOR-Umstellung zu lernen und robuste Fallbackmechanismen in allen Fällen anzuwenden.

Die ISDA hat explizite Fallback-Rate-Mechanismen für IBOR und RFR referenzierte Geschäfte in ihr IBOR Protokoll und ihr neues Definitionshandbuch aufgenommen.

<https://www.fsb.org/2023/07/final-reflections-on-the-libor-transition/>

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 28.04.2023 (3/5)

- Auf der Sitzung des Financial Stability Oversight Council (FSOC) am 28.07.2023 erörterten die FSOC-Principals die Umstellung auf den LIBOR und betonten, dass die Marktteilnehmer in Zukunft sicherstellen sollten, dass sie in ihren Verträgen eine robuste Ausweichregelung vorsehen und angemessen robuste Referenzsätze verwenden, um die mit dem LIBOR entstandenen Probleme zu vermeiden. Der Rat stellte fest, dass der erfolgreiche Übergang zum SOFR die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gestärkt hat und das Ergebnis einer öffentlich-privaten Partnerschaft war, die sich über fast ein Jahrzehnt erstreckte.

<https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy1656>

- In ihrer Sitzung am 31.07.2023 bezeichneten die Mitglieder des Ausschusses für alternative Referenzsätze (ARRC) den Übergang zum LIBOR am 30.06.2023 als reibungslos und ereignislos.

Die Loan Syndications and Trading Association (LSTA) hob den signifikanten Aufwärtstrend bei den Fallback-Änderungen von Krediten (d.h. Änderungen der Referenzsätze durch Fallback) im Juni hervor. Darüber hinaus betonte die LSTA, dass die meisten Leveraged Loans und Collateralised Loan Obligations (CLOs) zwar zu SOFR übergegangen sind, aber bis zu ihrem nächsten Zinsanpassungstermin (der in der Regel ein oder drei Monate nach dem Wegfall des LIBOR liegt) weiterhin LIBOR zahlen werden.

Die Umsetzung von Fallbacks und LIBOR-Ersetzungen im Rahmen des LIBOR-Gesetzes erfolgte ohne Probleme.

Die International Swaps and Derivatives Association (ISDA) stellte eine reibungslose Umsetzung des ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol fest.

Die ARRC betonte, dass sie nach wie vor der Meinung ist, dass der SOFR der am besten geeignete Referenzzinssatz für eine weitreichende und langfristige Einführung ist, da er sich unter anderem auf Transaktionen im Treasury-Repo-Markt konzentriert, einem Markt, der sowohl eine große Tiefe als auch eine große Breite aufweist. Der Ausschuss plant zwar, seine Arbeit zu gegebener Zeit abzuschließen, betonte aber, dass seine Empfehlungen für bewährte Praktiken bestehen bleiben bzw. dauerhaft dazu beitragen werden, ein robustes Referenzsatzumfeld zu schaffen und die Finanzstabilität zu fördern.

- <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2023/ARRC-Readout-June-2023-Meeting.pdf>

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 28.04.2023 (4/5)

- Während das Derivategeschäft gemäß der ISDA Vorgaben einheitlich auf SOFR Compounded umgestellt wurde, haben wir auf der Kreditseite in den letzten Monaten im USD-Neugeschäft einen verstärkten Trend in Europa zur Verwendung von Term SOFR gesehen. Darüber hinaus wurde Term SOFR auch zum Thema bei der Umstellung von Bestandsgeschäft, das nicht mit einem direkten Hedge verbunden und somit nicht automatisch auf SOFR Compounded umzustellen war.
- Kreditnehmer stellen sich immer wieder die Frage, welcher SOFR Satz v.a. in Bezug auf Produkt und Handling für sie der richtige ist. In gemeinsamen Workshops beim diesjährigen Finanzsymposium in Mannheim und in einem Online-Event des Verbands Deutscher Treasurer (VDT) haben Experten der Helaba diese Frage mit Brenntag SE aus verschiedenen Blickwinkeln heraus beleuchtet. Am Beispiel von Brenntags USD Schuldschein (basierend auf SOFR Compounded) und Brenntags Konsortialfinanzierung (Verwendung von Term SOFR) wurde über die Wahl eines geeigneten Referenzzinssatzes sowie aktuelle Marktentwicklungen diskutiert und erörtert, wie sich Unternehmen bei USD-Finanzierungen positionieren können. Einen Mitschnitt des VDT-Events können Sie auf unserer Website sehen. Unsere Experten stehen Ihnen bei Bedarf auch gerne für einen bilateralen Austausch zur Verfügung.

<https://www.helaba.com/de/ueber-uns/rechtliche-hinweise/ibor.php>

<https://www.helaba.com/int/about-us/legal-notice/ibor.php>

- Trotz des oben beschriebenen regulatorischen Restrisikos und derzeit noch höheren Hedgingkosten stufen viele Finanzabteilungen den Term SOFR als den attraktiveren Referenzzinssatz ein. Durch den vorwärtsgerichteten Ansatz stehen Zinssatz und Zinsbetrag zu Beginn einer Zinsperiode fest. Anders als beim rückwärtsgerichteten SOFR Compounded, wo diese Information erst zum Ende zur Verfügung steht, ermöglicht Term SOFR, dass Bearbeitungsprozesse im Vergleich zum USD-LIBOR weitestgehend unverändert bleiben. Für einige Unternehmen mag dies ein entscheidendes Auswahlkriterium sein. Abhängig von Hedging-Bedarf und Produktwahl könnte es aber auch eine gute Entscheidung sein, in unterschiedlichen Konstellationen mit verschiedenen SOFR Typen zu arbeiten. Das hängt ganz klar von der individuellen Situation eines Unternehmens ab.

Highlights und Marktbeobachtungen seit dem 28.04.2023 (5/5)

- Mit dem neuen risikolosen Referenzzinssatz EFTERM stellt EMMI als EURIBOR Administrator eine Risk Free Rate zur Verfügung, die alle EU Benchmark-Vorschriften erfüllt und eines Tages den EURIBOR ersetzen könnte.
- Es ist allerdings noch viel zu früh für eine Bewertung von EFTERM und auch dem vorwärtsgerichteten Term €STR Prototypen von Refinitiv als Ersatz und Fallback Referenzzinssatz für den EURIBOR. Zunächst müssen sich Marktakzeptanz und Marktstandards rund um EFTERM und Term €STR entwickeln, was noch eine Weile dauern wird. Als ersten Schritt würden wir nach und nach die Aufnahme von EFTERM als Fallback Rate in Verträgen erwarten, die EURIBOR Fallback Regelungen enthalten. Das Thema könnte bei Refinanzierungen oder neuen Transaktionen adressiert werden. Im Moment sehen wir keine Erfordernisse für Anpassungen bei laufenden Verträgen, da bestehende EURIBOR Fallback Regelungen noch greifen und sich Marktstandards, auch was Vertragsdokumentationen angeht, noch entwickeln müssen.
- Im Rahmen der Weiterentwicklung seiner Term €STR Rate hat Refinitiv Marktteilnehmer um Feedback zur neuen Methodik, die für den Prototypen eingeführt wurde, gebeten. Die Konsultation lief bis zum 21.07.2023.

Die neue Methodik beinhaltet Billionen von Euros von ausgeführten und von der LCH Clearing House Gruppe bezogenen €STR Handelsdaten zusätzlich zu Datenquellen, die bereits in dem zuvor angekündigten Refinitiv Term €STR Satz verarbeitet werden. Der neue Ansatz mischt effektiv via LCH ausgeführte Geschäfte mit Tradeweb Notierungen über einen längeren Erfassungszeitraum, um einen zuverlässigeren Kurs zu erhalten.

Refinitiv plant nach Abschluss der öffentlichen Konsultation und vorbehaltlich der erforderlichen Genehmigungen seine Term €STR Rate im September 2023 von einem Prototypen in einen regulierten Satz für Finanzkontrakte überzuleiten.

<https://www.refinitiv.com/en/media-center/press-releases/2023/refinitiv-commences-public-consultation-and-incorporates-executed-trade-data-into-forward-looking-estr-term-rate>







https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-term-estr-prototype-methodology.pdf

https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/consultation-paper-june-2023.pdf



Nützliche Informationsquellen für aktuelle Entwicklungen

Aktuelle Informationen und allgemeine Hinweise zum IBOR-Übergang entnehmen Sie bitte auch den von Aufsichtsbehörden, Arbeitsgruppen und anderen Branchenorganisationen publizierten Informationen. Eine Auswahl der wichtigsten Websites finden Sie hier:

	€STR: Europäische Zentralbank EURIBOR: Emmi Working Group on Euro Risk Free Rates
	Bank of England Financial Conduct Authority
	Federal Reserve Bank of New York The Alternative Reference Rates Committee (ARRC)
	SIX Schweizer Börse National Working Group on Swiss Franc Reference Rates (SNB)
	Bank of Japan Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rates Benchmarks
	ISDA Loan Market Association (LMA) LSTA

Haftungsausschluss/Disclaimer

- Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen kein Angebot, keine Empfehlung und keine Beratung dar, sondern dienen ausschließlich Informationszwecken. Vertretene Ansichten sind solche des Publikationsdatums und können sich ohne weiteren Hinweis ändern. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Angaben Quellen entnommen wurden, die als zuverlässig erachtet werden, kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit keine Gewähr übernommen werden.
- Helaba übernimmt keinerlei Beratungstätigkeit in Bezug auf steuerliche, bilanzielle und/oder rechtliche Fragestellungen. Die Behandlung derartiger Fragen hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden ab und ist vom Kunden mit unabhängigen Beratern vor Abschluss einer Transaktion zu klären. Es wird außerdem darauf hingewiesen, dass die steuerliche, bilanzielle und/oder rechtliche Behandlung künftig Änderungen unterworfen sein kann.
- Jede Form der Verbreitung dieses Dokuments bedarf unserer ausdrücklichen vorherigen schriftlichen Genehmigung.

© Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale, Frankfurt am Main und Erfurt